26 marca 2009

Aktualizacja raportu

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Media
Polska

Cena bieżąca	**13,8 PLN**
Cena docelowa	**15,9 PLN**
Kapitalizacja	3,70 mld PLN
Free float	1,18 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	4,27 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Polaris Finance B.V.	60,73%
Zygmunt Solorz-Żak	11,41%
Pozostali	27,86%

Strategia dotycząca sektora

Szacuje się, ze rynek płatnej telewizji czeka jeszcze kilka lat zanim osiągnie pełnię dojrzałości i baza abonentów ustabilizuje się. Szacuje się, że do pozyskania jest jeszcze około 2 mln nowych abonentów, z czego najprawdopodobniej lwia część przypadnie cyfrowym platformom satelitarnym.

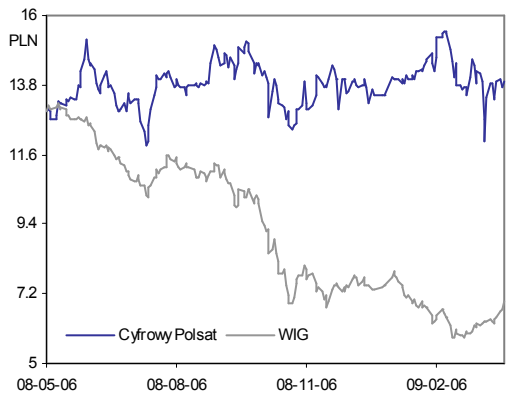
Profil spółki

Cyfrowy Polsat jest rynkowym liderem pod względem liczby posiadanych abonentów z około 2,73 mln użytkowników na koniec 2008 roku. Oprócz świadczenia usług płatnej telewizji Cyfrowy Polsat rozpoczął niedawno świadczenie usług telekomunikacyjnych jako operator wirtualnej telefonii komórkowej.

Ważne daty

26.03 — Raport roczny 2008
12.05 — Raport 1Q 2009

Kurs akcji Cyfrowego Polsatu na tle WIG



Piotr Grzybowski
(48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
www.dibre.com.pl

Cyfrowy Polsat Kupuj

CPSM.WA; CPS.PW (Podwyższona)

Rynek wciąż bardzo silny

Po bardzo udanym czwartym kwartale, tak pod względem wyników finansowych, jak i wysokiego tempa wzrostu liczby abonentów, wszystko wskazuje na to, że przynajmniej początek bieżącego roku również przyniesie bardzo pozytywne dla spółki informacje. Dobre wyniki sprzedaży pierwszego kwartału pokazują, że mimo obaw o spowolnienie gospodarcze, tempo rozwoju Cyfrowego Polsatu nie zwalnia na tyle, na ile można byłoby spodziewać się po etapie rozwoju rynku (rosnące nasycenie) i sytuacji gospodarczej kraju (malejące wydatki konsumpcyjne, wzrost bezrobocia). Dodatkowo, planowana na wiosnę akcja promocyjna stanowi naszym zdaniem doskonały sposób by umknąć przed okresem większej konkurencji między platformami i niepewną sytuacją makroekonomiczną, jaka może mieć miejsce pod koniec 2009 roku, kiedy przypada okres zwiększonej sprzedaży. Pozytywnie oceniamy wycofanie się spółki z transakcji zakupu pakietu w Sferii, gdyż mimo niewątpliwej kompatybilności z biznesem Cyfrowego Polsatu, zarówno cena jak i struktura transakcji nie kreowały wartości dodanej dla spółki. Wyznaczamy cenę docelową dla akcji Cyfrowego Polsatu na poziomie 15,9 PLN i wydajemy rekomendację kupuj.

Dobre wyniki sprzedaży z nadzieją na kontynuację

Według danych podanych przez prezesa Libickiego, jak dotąd sprzedaż dekoderów w pierwszym kwartale jest o kilkanaście procent wyższa, niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Biorąc poprawkę na wyższy churn, szacujemy, że w przypadku utrzymania się powyższej tendencji do końca pierwszego kwartału, liczba przyłączeń netto wzrośnie o prawie 100 tys. nowych użytkowników. Z kolei planowana na okres przedwielkanocny promocja może naszym zdaniem spowodować, że wzrost sprzedaży uda się przedłużyć również na drugi kwartał, co jest o tyle istotne, że typowy dla branży grudniowy okres żniw w tym roku może wypadać w środowisku dużego spowolnienia gospodarczego, które może odbić się na decyzjach konsumentów i wpłynąć na wyniki sprzedaży drugiego półrocza.

MVNO na razie bez rewelacji

Słabiej sytuacja wygląda w drugim segmencie działalności. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, sprzedaż oferty wirtualnego operatora idzie bardzo opornie i segment negatywnie wpływa na wyniki spółki. Zarząd Cyfrowego Polsatu zapowiedział zmianę koncepcji rozwoju w oparciu o bardziej konserwatywne założenia dotyczące wzrostu tego biznesu. Oczekujemy, że wiązać się to będzie z mniejszymi wydatkami na MVNO, jednak nie zapobiegnie to stracie segmentu w 2009 roku, która naszym zdaniem sięgnie 45 mln PLN.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	796,7	1129,4	1336,8	1424,8	1491,8
EBITDA	165,9	346,1	458,0	516,9	529,0
marża EBITDA	*20,8%*	*30,6%*	*34,3%*	*36,3%*	*35,5%*
EBIT	145,1	323,5	427,1	485,5	496,7
Zysk netto	113,4	270,6	351,4	403,8	417,8
DPS	0,0	0,1	0,7	0,9	1,0
P/E	32,6	13,7	10,5	9,2	8,9
P/CE	27,6	12,6	9,7	8,5	8,2
P/BV	60,6	12,5	7,9	5,8	4,7
EV/EBITDA	22,7	10,3	7,5	6,4	6,1

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

Bieżąca sytuacja finansowa

Wyniki 4Q2008

Wyniki osiągnięte w czwartym kwartale przez Cyfrowy Polsat w dużej mierze pokrywały się z naszymi wcześniejszymi przypuszczeniami. Przychody spółki wyniosły 316,5 mln PLN, w porównaniu do 243,3 mln PLN wypracowanych w tym samym okresie zeszłego roku. W badanym okresie spadła nieco dynamika najważniejszej z punktu widzenia spółki grupy przychodów, czyli wpływów abonamentowych, które wzrosły o 41,9% do 271,2 mln PLN, podczas gdy w pierwszych kwartałach dynamika sięgała 50%. Nie jest to jednak czynnik, który powinien niepokoić inwestorów, gdyż wynikał on z wysokiej bazy 4Q2007. Przyrost liczby abonentów wyniósł 324,5 tys. nowych użytkowników (drugi najlepszy kwartał w historii, w zeszłym roku rekordowe 372,7 tys. abonentów) dzięki czemu, mimo rosnącej konkurencji Cyfrowy Polsat pozostał liderem wzrostu bazy abonenckiej. Równolegle z rozwojem bazy abonenckiej następowała poprawa ARPU, które wzrosło w czwartym kwartale do 35,9 PLN z 34,8 PLN. Czynnikiem wzrostu średniego przychodu na abonenta był pakiet familijny, którego ARPU wzrosło w omawianym okresie do 40,7 PLN, przy 38,3 PLN w trzecim kwartale ubiegłego roku. W tym samym czasie ARPU pakietu mini pozostało niezmienione i wyniosło 8,6 PLN.

Wyniki Cyfrowego Polsatu w 4Q2008

(mln PLN)	IVQ08	IVQ07	zmiana	2008	2007	zmiana
Przychody	316,5	243,3	30,1%	1 133,6	796,7	42,3%
EBITDA	48,1	-1,8	-	301,8	167,8	79,9%
marża	*15,2%*	*-0,8%*	-	0,3	0,2	-
EBIT	40,2	-10,2	-	323,7	145,1	123,0%
Zysk brutto	51,8	-12,4	-	333,1	140,2	137,6%
Zysk netto	41,3	-8,9	-	268,5	113,4	136,7%

Źródło: Cyfrowy Polsat, szacunki DI BRE Banku SA

Na poziomie kosztów operacyjnych spółce mocno we znaki dała się wysoka dynamika kosztów licencyjnych (wzrosły o 67,8% do 69,7 mln PLN), na co decydujący wpływ miało osłabienie polskiego złotego w stosunku do dolara amerykańskiego i euro, w których nominowane jest 99% tej pozycji kosztów. Mocno spadły natomiast koszty sprzedanych dekoderów (o 57% z 95,0 mln PLN, do 40,8 mln PLN), co jest efektem wprowadzenia do sprzedaży własnych produktów oraz nieco niższej liczby przyłączeń w omawianym okresie. Mocno spadła w porównaniu do wcześniejszych kwartałów dynamika kosztów dystrybucji i marketingu, które wzrosły już tylko o 32%, a zatem mniej więcej w tempie wzrostu przychodów, podczas gdy we wcześniejszych kwartałach utrzymywała się dynamika na poziomie prawie 84%. Podobnym wahaniom podlegały koszty wynagrodzeń, które wzrosły o 31%, przy 80% dynamice w pozostałej części roku. W przypadku wynagrodzeń na obniżenie dynamiki znaczący wpływ miał brak premii dla zarządu, która w 2007 roku wyniosła w akcjach własnych 10,2 mln PLN. Ostatecznie spółka wypracowała 40,2 mln PLN zysku operacyjnego, wobec 10,2 mln PLN straty w roku ubiegłym. Na poziomie finansowym wycena niezrealizowanej części walutowych instrumentów pochodnych poprawiła wynik brutto o 12,4 mln PLN. Przychody finansowe z tytułu zrealizowanej części zabezpieczenia wyniosły natomiast około 3,7 mln PLN. W rezultacie zysk netto za czwarty kwartał wyniósł 41,3 mln PLN, przy 8,9 mln PLN straty w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Perspektywy na najbliższy okres

Ofensywa platform w toku

Po bardzo udanym dla platform satelitarnych okresie przedświątecznym rynek płatnej telewizji nie wykazuje oznak spowolnienia tempa wzrostu. Według informacji podawanych przez Cyfrowy Polsat, od początku br. liczba sprzedanych dekoderów wzrosła w porównaniu do 1Q2008 o kilkanaście procent. Biorąc poprawkę na wzrost churnu na poziomie około 0,6 pp. szacujemy, że w porównaniu do ubiegłego roku liczba rozwiązanych umów będzie w tym kwartale o 25-30 tys. wyższa niż w ubiegłym roku, co oznaczałoby, że liczba nowych abonentów przy założeniu kontynuacji obserwowanego trendu do końca kwartału powinna sięgnąć 100 tys. użytkowników, przy 119 tys. w pierwszym kwartale 2008 roku. Byłby to znakomity wynik pokazujący utrzymujące się mimo kryzysu zainteresowanie Polaków usługami płatnej telewizji i doskonały prognostyk dla całego bieżącego roku.
Dodatkowo Cyfrowy Polsat zamierza przed świętami uruchomić akcję promocyjną, której skala będzie zbliżona do promocji charakterystycznych dla okresu Świąt Bożego Narodzenia. Pomysł dodatkowej akcji promocyjnej oceniamy pozytywnie. Jest to krok, który być może

pozwoli uprzedzić ruch konkurencji i pozwoli Cyfrowemu Polsatowi kolejny rok utrzymać pozycję lidera wzrostu liczby abonentów. Ma to tym większe znaczenie, że kryzys gospodarczy może spowodować, że okres zimowy nie będzie już dla rynku tak pomyślny jeżeli chodzi o sprzedaż pakietu. Przyspieszenie/podwojenie okresu promocyjnego jest zatem sprytnym unikiem przed ostrą konkurencją i niepewnym środowiskiem makro, który może spółce przynieść znakomite wyniki.

Cyfrowy Polsat a kurs walutowy

Z końcem marca kończy się okres, w którym spółka miała częściowe zabezpieczone przepływy walutowe w euro. Tym samym Cyfrowy Polsat wkracza w okres pełnej ekspozycji na wahania tej waluty. Biorąc pod uwagę poziom kursu w wygasającym zabezpieczeniu (3,459 EUR/PLN) spółka będzie ponosiła od drugiego kwartału wyższe o około 5 mln PLN kwartalnie koszty działalności. Wciąż natomiast zabezpieczona jest część przepływów w dolarach amerykańskich (kurs zabezpieczenia 2,318 USD/PLN), która przynosi 6,2 mln PLN oszczędności kwartalnie.

Słaby start MVNO

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami początki projektu operatora wirtualnej telefonii komórkowej są w Cyfrowym Polsacie niezwykle trudne. Od startu usługi we wrześniu ubiegłego roku udało się do końca 2008 roku pozyskać 39 tys. Abonentów, z czego 36 tys. to abonenci prepaidowi. Całkowite wpływy segmentu MVNO w omawianym okresie to około 2,0 mln PLN, a ujemny wpływ segmentu na wyniki operacyjne spółki sięgną 21,1 mln PLN. Podtrzymujemy naszą opinię, że dochodzenie MVNO Cyfrowego Polsatu do rentowności będzie drogą długą i mozolną jednak sensu inwestycji upatrujemy przede wszystkim w efektach synergii z segmentem telewizyjnym i we wsparciu sprzedaży dekoderów. W związku z trudnościami z promocją usług telefonii komórkowej zarząd Cyfrowego Polsatu zapowiedział zmiany koncepcji rozwoju segmentu i przejście do strategii powolnego i harmonijnego rozwoju MVNO w oparciu o istniejącą już bazę abonencką, czyli odejście od wcześniejszego ambitnego zamysłu rozwoju MVNO także poza obszarem klientów platformy cyfrowej. Oceniamy, że również w 2009 roku MVNO będzie negatywnie wpływało na osiągany przez spółkę wynik operacyjny, a ujemny wpływ tego segmentu szacujemy na około 45 mln PLN.

Możliwy powrót do transakcji ze Sferią

Wobec nieprzychylnej reakcji inwestorów Cyfrowy Polsat wycofał się z zakupu 11% pakietu w Sferii. Naszym zdaniem sama koncepcja współpracy ze Sferią jest słuszna i stanowi odpowiedź na najbardziej istotną kwestię z punktu widzenia przyszłej konkurencyjności platform cyfrowych – zintegrowaną ofertę triple play. Platformy cyfrowe mogą przedstawić klientom taką ofertę albo poprzez współpracę biznesową, jak np. jest w przypadku Netii i ‘n’ lub Cyfry Plus i Telekomunikacji Polskiej, albo też poprzez przejęcie podmiotu posiadającego infrastrukturę umożliwiającą oferowanie dostępu do Internetu i usług głosowych. W pierwszym przypadku podstawowym utrudnieniem może być rozbieżność planów biznesowych i priorytetów jeżeli chodzi o główne kierunki rozwoju infrastruktury (w przypadku Cyfrowego Polsatu konieczny jest rozwój sieci na terenach wiejskich, niezbyt gęsto zaludnionych a zatem mniej atrakcyjnych na pierwszym etapie budowy sieci). Dlatego też ewentualne nabycie podmiotu dysponującego odpowiednią infrastrukturą uznalibyśmy za uzasadniony długofalowym interesem spółki. Struktura transakcji ze Sferią nie spełniała jednak w naszej opinii podstawowych kryteriów. Po pierwsze zakup 11% pakietu akcji nie zapewnia kontroli nad nabytą spółką a zatem nie pozwala wpływać na jej strategię rozwoju. Środki wydane na zakup nie pozwoliłyby zatem na zmianę formy współpracy ze Sferią na nic ponad obecne porozumienie biznesowe. Drugim czynnikiem jest cena transakcji. Kwota 53,4 mln PLN za nabywany pakiet implikowałaby wycenę Sferii na poziomie około 486 mln PLN. Na koniec 2008 roku spółka posiadała około 90 tys. klientów telefonii stacjonarnej i 26,9 tys. klientów usług internetowych przy ARPU wynoszącym odpowiednio 28 PLN i 51 PLN. Mająca kapitalizację na poziomie ok. 1,2 mld PLN Netia posiadała na koniec roku 414 tys. abonentów usług szerokopasmowych i ponad 1mln abonentów usług głosowych przy ARPU dla każdej z tych usług wynoszącym 60 PLN. Ważną kwestią jest też rentowność spółki. Sferia w 2008 roku miała 40 mln negatywnej EBITDA, przy 133 mln PLN na plusie w przypadku Netii. W niedawnej transakcji Netia nabyła Tele 2 za kwotę około 122 mln PLN (po uwzględnieniu ewentualnych premii od wyników). W zamian za to otrzymała rentowny biznes (EBITDA za 2008 rok około 40 mln PLN) posiadający w sumie 770 tys klientów. W obliczu rynkowej wyceny Netii i transakcyjnej Tele2 ne znajdujemy uzasadnienia dla płacenia kwoty 56 mln PLN za mniejszościowy pakiet nierentownej Sferii.

Wycena

Podsumowanie wyceny Cyfrowego Polsatu

	w mln PLN	za 9 m-cy	cena na akcję	waga
Wycena metodą DCF	4046,1	4382,9	16,3	50%
Wycena porównawcza	3836,6	4156,0	15,5	50%
Średnia		**4 269,4**	**15,9**	

Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Cyfrowego Polsatu w okresie od 2009 do 2018 roku.
2. W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,1% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
3. Po okresie prognozy stopa wolna od ryzyka wynosi według naszych założeń 5,8%
4. Przyjmujemy, że w okresie prognozy spółka będzie wypłacała w postaci dywidendy 66% wypracowanego w każdym roku zysku.
5. Po okresie prognozy przyjmujemy wzrost FCF na poziomie 2,0%.

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA oraz P/E dla polskich i zagranicznych dostawców płatnej telewizji. Z uwagi na rosnącą konkurencyjność polskiego rynku w wycenie nie stosujemy dyskonta uwzględniającego jego niepełną dojrzałość na tle zagranicznej konkurencji.

Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla polskich i zagranicznych dostawców telewizji

		EV/EBITDA			P/E		
	Cena	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
Comcast Corp		5,3	5,0	4,8	14,4	12,7	11,5
BSKYB		9,4	8,5	7,9	16,4	14,0	12,5
CVS Caremark Corp		6,6	6,0	5,6	11,2	9,8	8,3
Multimedia Polska SA		4,9	4,4	4,1	11,7	10,5	8,9
Shaw Communications		7,6	7,0	6,7	16,2	14,4	13,1
Premiere AG		-	-	10,0	-	-	-
Canal Plus		4,4	4,3	-	12,4	11,9	-
Cogeco INC		4,8	4,5	5,1	10,2	8,5	7,3
Liberty Global INC		5,6	5,3	5,2	34,9	13,2	7,9
Maksimum		9,4	8,5	10,0	34,9	14,4	13,1
Minimum		4,4	4,3	4,1	10,2	8,5	7,3
Mediana		**5,4**	**5,2**	**5,4**	**13,4**	**11,9**	**10,2**
Cyfrowy Polsat	13,8	**7,5**	**6,4**	**6,1**	**10,5**	**9,2**	**8,9**
premia / dyskonto		38,6%	23,9%	12,9%	-21,4%	-22,6%	-13,1%

Podsumowanie wyceny porównawczej

Wycena implikowana wskaźnikiem	mln PLN	waga
EV/EBITDA	3063,8	50%
P/E	4609,3	50%
Implikowana wycena Cyfrowego Polsatu	**3836,6**	

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	**1 336,8**	**1 424,8**	**1 491,8**	**1 558,7**	**1 620,0**	**1 683,4**	**1 749,4**	**1 818,5**	**1 890,5**	**1 960,4**	
zmiana	*18,4%*	*6,6%*	*4,7%*	*4,5%*	*3,9%*	*3,9%*	*3,9%*	*4,0%*	*4,0%*	*3,7%*	
EBITDA	**458,0**	**516,9**	**529,0**	**536,9**	**541,6**	**545,1**	**551,9**	**560,2**	**567,7**	**578,4**	
marża EBITDA	*34,3%*	*36,3%*	*35,5%*	*34,4%*	*33,4%*	*32,4%*	*31,5%*	*30,8%*	*30,0%*	*29,5%*	
Amortyzacja	30,9	31,5	32,3	33,2	34,0	34,7	35,5	36,3	37,1	37,1	
EBIT	**427,1**	**485,5**	**496,7**	**503,7**	**507,6**	**510,3**	**516,4**	**523,9**	**530,6**	**541,3**	
marża EBIT	*31,9%*	*34,1%*	*33,3%*	*32,3%*	*31,3%*	*30,3%*	*29,5%*	*28,8%*	*28,1%*	*27,6%*	
Opodatkowanie EBIT	81,1	92,2	94,4	95,7	96,4	97,0	98,1	99,5	100,8	102,8	
NOPLAT	**345,9**	**393,2**	**402,3**	**408,0**	**411,2**	**413,4**	**418,3**	**424,4**	**429,8**	**438,4**	
CAPEX	-60,2	-59,8	-58,2	-56,1	-53,5	-48,8	-50,7	-52,7	-54,8	-37,1	
Kapitał obrotowy	-19,1	-15,5	-13,2	-20,2	-7,9	-8,6	-9,9	-10,9	-3,0	-3,8	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	**297,6**	**349,4**	**363,3**	**364,8**	**383,8**	**390,7**	**393,1**	**396,9**	**409,1**	**434,6**	**443,3**
WACC	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*10,8%*
współczynnik dyskonta	*90,0%*	*81,0%*	*72,9%*	*65,6%*	*59,1%*	*53,2%*	*47,9%*	*43,1%*	*38,8%*	*34,9%*	*31,5%*
PV FCF	267,9	283,0	264,9	239,4	226,7	207,7	188,2	171,0	158,6	151,7	
WACC	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***11,1%***	***10,8%***
Koszt długu	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*6,8%*
Stopa wolna od ryzyka	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*	*5,8%*
Premia za ryzyko	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*
Efektywna stopa podatkowa	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*
Dług netto / EV	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Koszt kapitału własnego	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*	*11,1%*
Premia za ryzyko	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	*2,0%*
Wartość rezydualna (TV)	5 037,4
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 758,2
Zdyskontowana wartość FCF w prognozie	2 159,3
Wartość firmy (EV)	3 917,5
Dług netto	-128,6
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	4 046,1
Liczba akcji (mln.)	268,3
Wartość firmy na akcję (PLN)	**15,1**
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	*8,3%*
Cena docelowa	**16,3**
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	8,6
P/E('09) dla ceny docelowej	12,5
Udział TV w EV	45%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	**1,0%**	**2,0%**	**3,0%**	**4,0%**
WACC +1,0pp	13,7	14,2	14,7	15,4	16,2
WACC +0,5pp	14,3	14,8	15,5	16,2	17,2
WACC	15,0	15,6	**16,3**	17,2	18,4
WACC -0,5pp	15,8	16,5	17,3	18,4	19,8
WACC -1,0pp	16,6	17,4	18,4	19,7	21,4

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	**796,7**	**1 129,4**	**1 336,8**	**1 424,8**	**1 491,8**	**1 558,7**	**1 620,0**
zmiana	*61,3%*	*41,8%*	*18,4%*	*6,6%*	*4,7%*	*4,5%*	*3,9%*
Przychody z abonamentu	662,5	977,7	1 245,4	1 360,0	1 428,4	1 493,6	1 552,6
Inne przychody	134,1	151,7	91,4	64,8	63,4	65,1	67,4
Koszty sprzedanych produktów	**651,5**	**805,8**	**909,7**	**939,3**	**995,1**	**1 055,0**	**1 112,4**
amortyzacja	20,8	22,5	30,9	31,5	32,3	33,2	34,0
koszty licencji programowych	152,0	221,4	308,6	343,5	368,6	393,2	417,0
koszty przesyłu sygnału	48,4	59,0	74,8	78,9	81,9	84,7	87,5
koszty dystrybucji i marketingu	125,9	202,5	253,6	278,5	298,1	318,2	337,1
wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	41,7	59,6	71,4	76,2	81,3	88,1	95,3
koszt własny sprzedanych odbiorników	209,0	163,2	79,9	35,3	33,3	33,9	34,3
koszt sprzedanego sprzętu elektronicznego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
pozostałe koszty operacyjne	53,7	77,6	90,5	95,5	99,5	103,6	107,2
EBIT	**145,1**	**323,5**	**427,1**	**485,5**	**496,7**	**503,7**	**507,6**
zmiana	*247,8%*	*122,9%*	*32,0%*	*13,7%*	*2,3%*	*1,4%*	*0,8%*
marża EBIT	*18,2%*	*28,6%*	*31,9%*	*34,1%*	*33,3%*	*32,3%*	*31,3%*
Wynik na działalności finansowej	-5,0	11,3	6,8	13,1	19,1	24,6	30,5
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	**140,2**	**334,8**	**433,9**	**498,6**	**515,8**	**528,3**	**538,1**
Podatek dochodowy	-26,8	-64,2	-82,4	-94,7	-98,0	-100,4	-102,2
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	**113,4**	**270,6**	**351,4**	**403,8**	**417,8**	**427,9**	**435,9**
zmiana	*103,6%*	*138,6%*	*29,9%*	*14,9%*	*3,5%*	*2,4%*	*1,9%*
marża	*14,2%*	*24,0%*	*26,3%*	*28,3%*	*28,0%*	*27,5%*	*26,9%*
Amortyzacja	20,8	20,8	22,5	30,9	31,5	32,3	33,2
EBITDA	**165,9**	**346,1**	**458,0**	**516,9**	**529,0**	**536,9**	**541,6**
zmiana	*123,4%*	*108,6%*	*32,3%*	*12,9%*	*2,3%*	*1,5%*	*0,9%*
marża EBITDA	*20,8%*	*30,6%*	*34,3%*	*36,3%*	*35,5%*	*34,4%*	*33,4%*
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	268,3	268,3	268,3	268,3	268,3	268,3	268,3
EPS	0,4	1,0	1,3	1,5	1,6	1,6	1,6
CEPS	0,5	1,1	1,4	1,6	1,7	1,7	1,8
ROAE	*-15349,4%*	*151,4%*	*91,8%*	*72,7%*	*58,3%*	*49,3%*	*42,7%*
ROAA	*23,9%*	*40,1%*	*41,5%*	*39,4%*	*35,3%*	*32,2%*	*29,6%*

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	**595,2**	**754,2**	**941,1**	**1 109,0**	**1 258,9**	**1 398,4**	**1 550,1**
Majątek trwały	**163,4**	**195,8**	**225,1**	**253,5**	**279,3**	**302,3**	**321,7**
Zestawy odbiorcze	0,5	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9
Inne rzeczowe aktywa	97,3	113,1	136,6	159,3	179,9	198,3	213,8
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wartości niematerialne	11,5	10,8	16,7	22,3	27,5	32,1	36,0
Nieruchomości inwestycyjne	18,9	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8
Inne aktywa długoterminowe	31,0	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Majątek obrotowy	**250,3**	**431,8**	**558,3**	**715,9**	**855,5**	**979,5**	**1 096,1**
Zapasy	130,0	88,9	95,4	93,4	93,4	93,3	92,3
Inwestycje krótkoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	79,1	120,8	147,4	161,0	172,7	180,4	187,5
Należności z tytułu podatku dochodowego	3,0	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Pozostałe aktywa obrotowe	69,0	98,3	98,3	98,3	98,3	98,3	98,3
Środki pieniężne	150,7	241,0	365,5	493,5	605,8	714,8	840,9
Aktywa trwałe do sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	**595,2**	**754,2**	**941,1**	**1 109,0**	**1 258,9**	**1 398,4**	**1 550,1**
Kapitał własny	**61,1**	**296,3**	**469,2**	**641,1**	**792,3**	**944,5**	**1 097,9**
Kapitał akcyjny	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7
Kapitały rezerwowe	13,7	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1
Zyski zatrzymane	36,7	271,5	444,3	616,2	767,4	919,6	1 073,1
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	**134,9**	**57,9**	**58,6**	**58,6**	**58,7**	**58,7**	**58,8**
Kredyty i pożyczki	132,2	44,1	44,1	44,1	44,1	44,1	44,1
Zobowiązania z odroczonego podatku	0,7	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2
Inne zobowiązania i rezerwy	2,0	1,5	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4
Zobowiązania krótkoterminowe	**399,1**	**400,0**	**413,3**	**409,3**	**407,9**	**395,2**	**393,3**
Zobowiązania handlowe	208,7	191,4	208,6	207,7	211,9	215,9	218,6
Kredyty i pożyczki	88,7	66,6	66,6	66,6	66,6	66,6	66,6
Kaucje za dekodery	20,0	22,4	19,4	16,4	13,4	0,0	0,0
Pozostałe	81,7	119,5	118,6	118,6	116,0	112,7	108,2
Dług	222,6	112,4	112,4	112,4	112,4	112,4	112,4
Dług netto	71,8	-128,6	-253,1	-381,1	-493,4	-602,4	-728,5
(Dług netto / Kapitał własny)	*117,5%*	*-43,4%*	*-53,9%*	*-59,5%*	*-62,3%*	*-63,8%*	*-66,4%*
(Dług netto / EBITDA)	0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3
BVPS	0,2	1,1	1,7	2,4	3,0	3,5	4,1

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	**110,9**	**283,8**	**356,5**	**406,7**	**417,9**	**416,2**	**431,5**
Zysk netto	113,4	270,6	351,4	403,8	417,8	427,9	435,9
Odsetki	13,2	-11,3	-6,8	-13,1	-19,1	-24,6	-30,5
Amortyzacja	20,8	22,5	30,9	31,5	32,3	33,2	34,0
Kapitał obrotowy	-35,8	-13,8	-19,1	-15,5	-13,2	-20,2	-7,9
Pozostałe	-0,7	15,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	**-54,4**	**-73,4**	**-60,2**	**-59,8**	**-58,2**	**-56,1**	**-53,5**
CAPEX	-55,0	-75,5	-60,2	-59,8	-58,2	-56,1	-53,5
Inwestycje kapitałowe	0,6	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe (nie gotówkowe)	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0
Przepływy finansowe	**-15,7**	**-120,1**	**-171,8**	**-218,9**	**-247,4**	**-251,1**	**-251,9**
Dług	-1,4	-110,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	-37,6	-178,6	-231,9	-266,5	-275,7	-282,4
Leasing finansowy	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-11,7	15,8	6,8	13,1	19,1	24,6	30,5
Inne	-2,6	11,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	**40,9**	**90,3**	**124,5**	**128,0**	**112,3**	**109,0**	**126,1**
Środki pieniężne na koniec okresu	150,7	241,0	365,5	493,5	605,8	714,8	840,9
DPS (PLN)	0,0	0,1	0,7	0,9	1,0	1,0	1,1
FCF	47,5	195,2	297,6	349,4	363,3	364,8	383,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	*4,9%*	*5,7%*	*4,5%*	*4,2%*	*3,9%*	*3,6%*	*3,3%*

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	32,6	13,7	10,5	9,2	8,9	8,7	8,5
P/CE	27,6	12,6	9,7	8,5	8,2	8,0	7,9
P/BV	60,6	12,5	7,9	5,8	4,7	3,9	3,4
P/S	4,6	3,3	2,8	2,6	2,5	2,4	2,3
FCF/EV	*1,3%*	*5,5%*	*8,6%*	*10,5%*	*11,3%*	*11,8%*	*12,9%*
EV/EBITDA	22,7	10,3	7,5	6,4	6,1	5,8	5,5
EV/EBIT	26,0	11,0	8,1	6,8	6,5	6,2	5,9
EV/S	4,7	3,2	2,6	2,3	2,2	2,0	1,8
DYield	*0,0%*	*1,0%*	*4,8%*	*6,3%*	*7,2%*	*7,4%*	*7,6%*
Cena (PLN)							
Liczba akcji na koniec roku (mln)	268,3	268,3	268,3	268,3	268,3	268,3	268,3
MC (mln PLN)	3702,9	3702,9	3702,9	3702,9	3702,9	3702,9	3702,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	3 774,7	3 574,3	3 449,8	3 321,7	3 209,5	3 100,5	2 974,4

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler"

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV *- dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)*
EBIT *- Zysk operacyjny*
EBITDA *- zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją*
BOOK VALUE *- wartość księgowa*
WNDB - *wynik na działalności bankowej*
P/CE *- cena do zysku wraz z amortyzacją*
MC/S *- wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży*
EBIT/EV*- zysk operacyjny do wartości ekonomicznej*
P/E *- (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję*
ROE - *(Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych*
P/BV *- (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję*
Dług netto *- kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent*
Marża EBITDA *- EBITDA / Przychody ze sprzedaży*

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.
Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Cyfrowy Polsat

Rekomendacja	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2008-09-12	2008-11-26
kurs z dnia rekomendacji	14,30	14,30
WIG w dniu rekomendacji	39572,33	27232,25